



하나금융그룹

2019년 5월 15일 | Equity Research

파라다이스 (034230)

마카오와 동조한 주가

목표주가 하향하나 P/B 기준 밸류에이션은 최하단

최근 미-중 무역분쟁에 대한 이슈가 재점화되면서 마카오 주가가 지난 2주간 14% 하락했고, 관련한 센티먼트가 주가에 부정적으로 작용하고 있다. 다만, 현 주가는 P/B 1.2배 수준으로 사드 규제 완화 기대감이 없는 최하단 수준까지 하락했는데, 2분기까지는 적자임을 감안하더라도 드랍액/매출액의 우상향에 따른 분기별 증익 가시성이 상당히 높다. 2021년 EPS 조정으로 목표주가를 24,000원(-11%)으로 하향하나, 실적개선 가시성과 절대적으로 낮은 P/B 밸류에이션을 감안하면 현주가는 과매도 구간이다.

1Q Preview: OPM -3.1%(YoY -5.8%p)

1분기 매출액/영업이익은 각각 2,017억원(+12% YoY)/-63억원(적전)으로 컨센서스에 부합했다. 드랍액은 사드 규제 후 분기 최대인 1.62조원(+19%)으로 중국인 VIP가 62% 증가한 영향이다. 다만, 홀드율이 9.3%(-0.8%p YoY)로 하락했는데, 정켓에서 배드레이어 지속된 결과이다. 복합리조트의 매출액은 907억원(+39%)으로 카지노(+34%)와 호텔(+38%)이 고르게 성장했다. 호텔은 객실점유율이 60%(+16%p)까지 상승하면서 적자를 축소하고 있다. 다만, 1-2의 원더박스 오픈에 따른 고정비 증가로 영업적자는 71억원을 기록했다. 참고로, IFRS의 리스 회계 기준 변경으로 인한 임차료(-65억원)/감가비(+57억원) 변동에 따라 영업 부문에서 +8억원, 영업외로는 이자비용이 증가(-20억원 내외)했다.

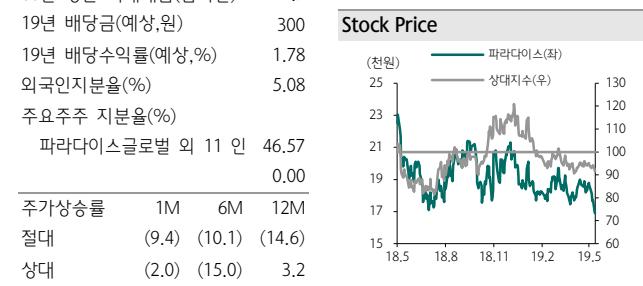
4월 드랍액은 6,223억원(+35% YoY)

2018년 3월 드랍액 5,000억원 레벨을 돌파한지 1년 1개월 만에 6,000억원을 상회했다. 중국과 일본 VIP 드랍액이 동시에 2,000억원을 돌파했는데, 이 또한 처음이다. 5월까지 이어질 일본 골든 위크와 중국의 기저효과에 기반한 성장을 감안할 때 2분기 드랍액은 당사의 예상치인 1.64조원(+19%)를 상회한 1.7~1.8조원까지도 기대해 볼 수 있다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 24,000원(하향) | CP(5월 14일): 16,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	710.16		
52주 최고/최저(원)	21,400/16,900	939.7	1,086.6
시가총액(십억원)	1,536.9	27.1	78.8
시가총액비중(%)	0.63	2.6	43.6
발행주식수(천주)	90,942.7	72	375
60일 평균 거래량(천주)	643.0	13,665	13,874
60일 평균 거래대금(십억원)	11.9		
19년 배당금(예상,원)	300		
19년 배당수익률(예상,%)	1.78		
외국인지분율(%)	5.08		
주요주주 지분율(%)			
파라다이스글로벌 외 11 인	46.57		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(9.4) (10.1) (14.6)		
상대	(2.0) (15.0) 3.2		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	668.0	787.6	917.0	1,116.9	1,259.0
영업이익	십억원	(30.0)	2.4	21.4	81.6	128.6
세전이익	십억원	(33.5)	(42.9)	(20.1)	41.8	90.6
순이익	십억원	(19.0)	(21.0)	(12.5)	32.2	66.8
EPS	원	(208)	(231)	(138)	354	735
증감률	%	적전	적지	적지	흑전	107.6
PER	배	N/A	N/A	N/A	47.78	22.99
PBR	배	1.99	1.32	1.20	1.18	1.15
EV/EBITDA	배	96.07	37.81	28.13	14.53	9.81
ROE	%	(1.86)	(1.86)	(0.99)	2.55	5.16
BPS	원	11,220	14,277	14,046	14,306	14,760
DPS	원	100	100	100	300	300



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

표 1. 파라다이스 목표주가 하향

지배주주순이익('21년)	67	십억원
주식 수	90,943	천주
EPS	735	원
목표 P/E	32.4	배
목표 주가	24,000	원
현재 주가	16,900	원
상승 여력	42	%

자료: 하나금융투자

표 2. 파라다이스 씨티(세가사미) 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
매출	227	400	666	711	652	643	840	877	907
카지노	227	350	555	616	557	538	677	718	748
호텔	1	50	111	95	96	109	163	135	132
엔터							0	24	27
매출원가	199	358	536	667	583	586	726	962	887
카지노	194	241		425	363	366	407	478	445
호텔	25	117		242	220	220	256	296	274
엔터							63	188	168
매출총이익	28	42	130	44	70	58	117	(86)	20
GPM(%)	12%	11%	20%	6%	11%	9%	14%	-10%	2%
영업이익	(126)	(181)	5	(26)	9	(23)	18	(225)	(71)
OPM	-56%	-45%	1%	-4%	1%	-4%	2%	-26%	-8%
EBITDA	(112)	(108)	88	69	96	64	119	20	82

자료: 하나금융투자

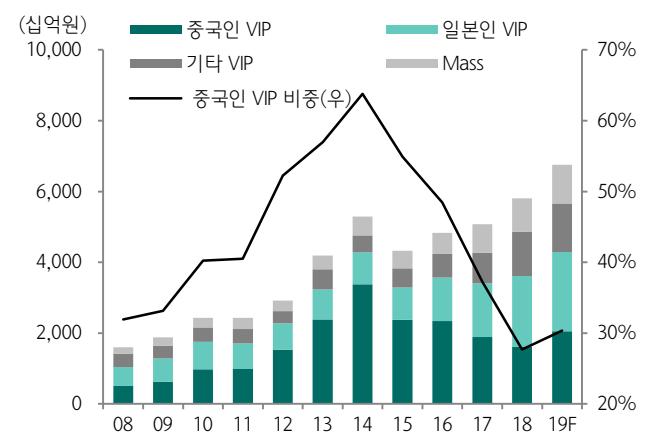
표 3. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2 Q19F	3 Q19F	4 Q19F
드랍액	5,804	6,751	8,054	1,360	1,386	1,451	1,606	1,621	1,643	1,686	1,801
홀드율	10.2%	10.2%	10.7%	10.1%	9.9%	10.6%	10.3%	9.3%	9.8%	10.8%	10.9%
매출액	788	917	1,117	180	181	210	217	202	211	247	258
카지노	387	403	457	93	93	97	104	87	99	107	111
호텔	81	94	103	17	19	23	21	20	23	25	25
기타	18	20	23	4	4	6	4	5	4	7	5
복합리조트	301	400	534	65	64	84	87	91	84	108	117
영업이익	2	21	82	5	(0)	11	(13)	(6)	(7)	10	24
OPM	0%	2%	7%	3%	0%	5%	-6%	-3%	-3%	4%	9%
당기순이익	(44)	(24)	34	1	(5)	5	(47)	(14)	(17)	0	6
지배주주순이익	(21)	(13)	32	3	(2)	5	(17)	(8)	(8)	0	3

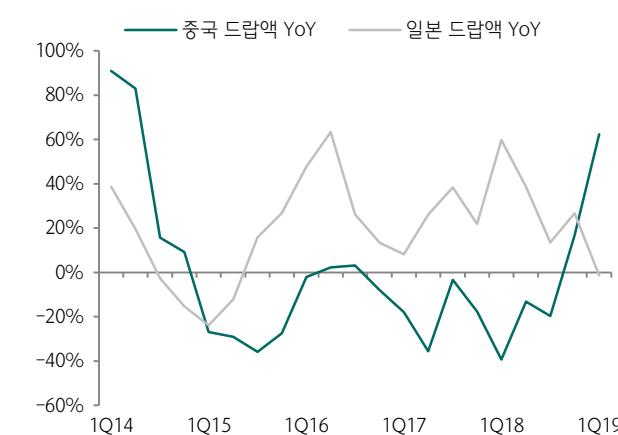
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 1. 국적별 드랍액 추이 – '19년 중국인 VIP 비중 30% 전망



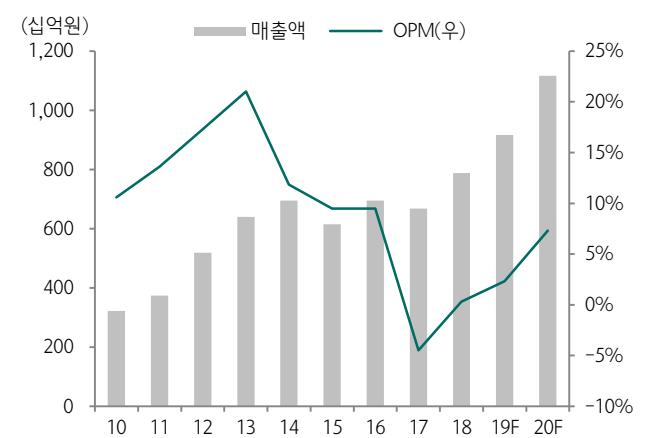
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 2. 국적별 드랍액 분기별 YoY



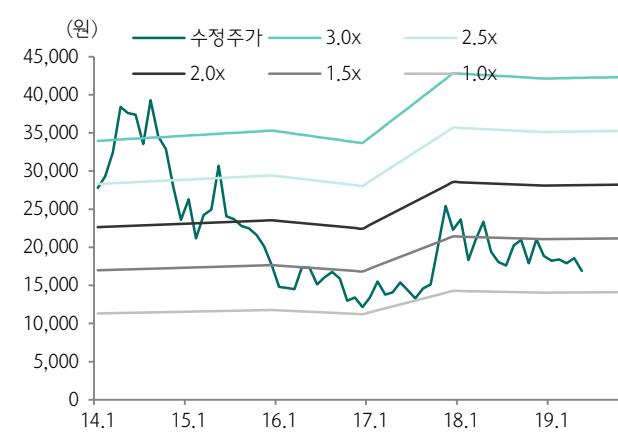
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 3. 매출액 및 OPM 추이



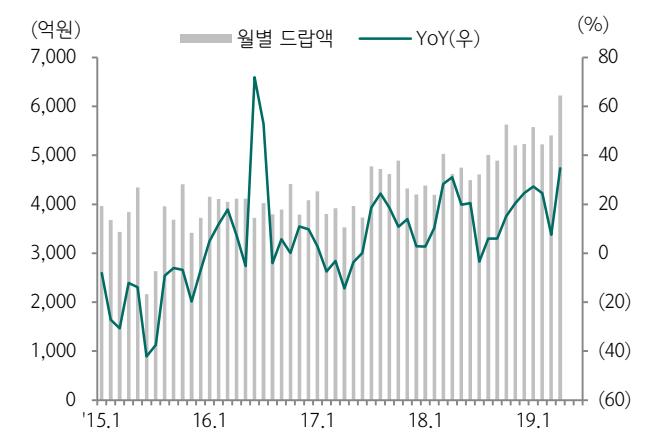
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 4. 파라다이스 12MF P/B 밴드 차트



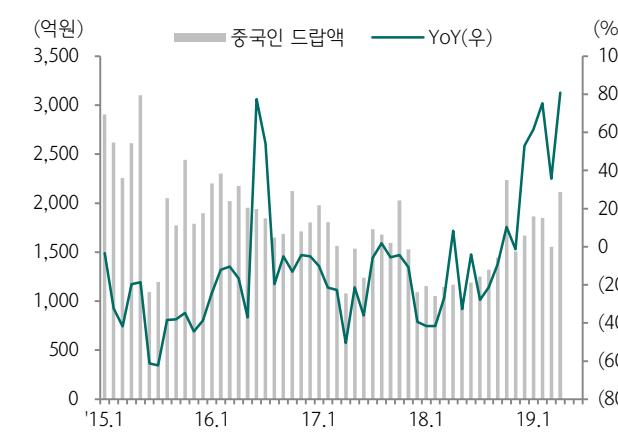
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 5. 월별 드랍액 추이 – 4월 6,223억(YoY +35%)



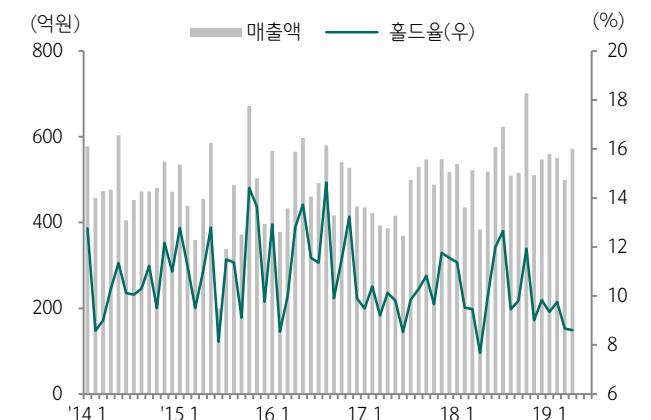
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 6. 월별 중국인 드랍액 추이 – 2개 분기 연속 플러스 성장



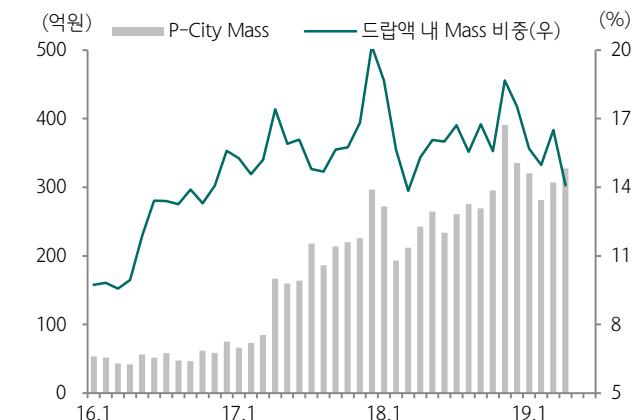
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 7. 월별 매출액 및 홀드율 – 4월 매출액 571억원, 홀드율 8.6%



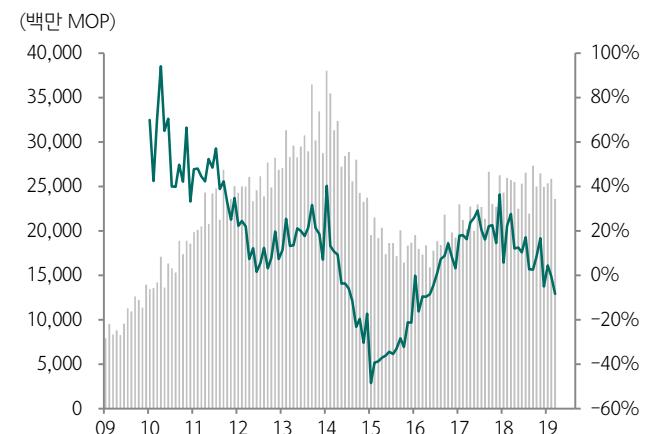
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 8. 씨티의 Mass 드랍액 추이



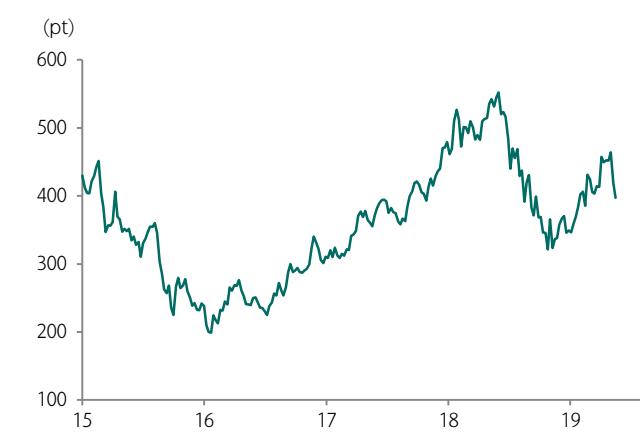
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 9. 마카오 GGR 4월 YoY -8%



자료: DICJ, 하나금융투자

그림 10. 마카오 카지노 index YTD +15% 상승



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. 파라다이스 월별 드립액 추이

(단위: 십억원, %)

	18.4	18.5	18.6	18.7	18.8	18.9	18.10	18.11	18.12	19.1	19.2	19.3	19.4
파라다이스 전체	462	475	449	461	501	489	563	520	523	558	522	541	622
VIP	391	399	378	384	423	407	475	423	431	470	444	452	535
China	117	103	119	125	132	145	224	151	167	187	185	155	211
Japan	167	186	150	162	187	171	153	163	158	167	159	179	208
Others(Local)	108	110	109	96	104	92	99	109	106	116	101	117	115
Mass	71	76	72	77	78	82	88	97	92	88	78	89	88
홀드율	7.7	10.0	12.0	12.6	9.5	9.8	11.9	9.0	9.8	9.3	9.8	8.7	8.6
워커힐	192	214	189	180	209	190	230	194	218	232	223	235	263
VIP	158	176	152	144	172	150	187	152	175	190	186	194	224
China	43	41	44	41	45	45	85	54	68	82	82	75	105
Japan	55	78	53	54	68	61	55	49	56	56	51	63	66
Others(Local)	60	57	55	49	59	43	47	49	51	52	54	56	53
Mass	34	37	37	37	37	40	43	43	43	42	37	41	39
제주그랜드	16	15	17	25	18	24	30	22	16	28	26	20	34
VIP	13	12	13	21	15	20	26	18	12	24	21	14	28
China	7	10	8	13	9	15	20	11	6	16	15	10	21
Japan	5	2	4	4	5	3	4	4	2	4	4	3	6
Others(Local)	1	1	1	4	1	2	3	2	4	4	2	1	2
Mass	3	3	4	5	3	4	4	4	5	4	5	6	6
인천	175	172	186	188	199	204	220	245	222	229	202	217	248
VIP	150	146	162	162	171	178	190	206	189	197	174	187	216
China	34	33	48	44	47	56	79	62	63	61	55	48	59
Japan	77	68	67	81	87	79	68	92	81	84	80	88	104
Others(Local)	40	45	47	37	37	42	43	52	45	53	39	51	53
Mass	24	26	23	26	28	27	30	39	34	32	28	31	33
부산	80	74	58	67	75	71	83	59	67	68	71	69	77
VIP	70	65	50	58	65	60	72	48	56	59	62	57	66
China	33	20	19	28	32	28	40	23	31	27	33	23	27
Japan	30	38	25	23	27	27	25	18	19	24	23	25	32
Others(Local)	7	6	6	7	6	4	6	6	7	8	6	8	7
Mass	10	10	8	9	10	11	11	12	11	9	9	12	10
Growth (YoY, %)													
파라다이스 전체	31	20	21	(3)	6	6	15	20	24	27	25	8	35
VIP	34	20	21	(6)	5	5	15	18	29	32	26	4	37
China	8	(33)	(4)	(28)	(21)	(9)	10	(1)	53	62	75	36	81
Japan	37	56	23	4	21	16	28	26	26	16	3	(16)	25
Others(Local)	75	81	61	26	30	11	10	42	5	19	7	11	7
Mass	15	21	20	9	12	13	14	34	8	7	19	28	24
워커힐	13	21	19	(5)	9	(7)	12	9	7	4	16	(6)	37
VIP	17	26	23	(6)	13	(10)	15	9	10	5	19	(8)	42
China	16	(17)	26	(15)	0	(19)	31	4	9	35	59	56	142
Japan	(6)	46	11	(14)	9	1	21	10	19	(13)	(7)	(44)	21
Others(Local)	53	54	33	15	33	(13)	(11)	14	2	(6)	6	9	(11)
Mass	(3)	2	6	(3)	(6)	4	1	11	(5)	(3)	1	9	15
제주그랜드	(40)	(60)	(41)	(39)	(69)	(10)	(0)	(23)	65	120	58	55	112
VIP	(46)	(64)	(50)	(47)	(73)	(17)	(5)	(31)	56	126	56	32	118
China	(64)	(67)	(64)	(59)	(82)	(24)	(18)	(37)	4	192	110	66	204
Japan	95	(60)	67	(37)	(11)	(11)	21	(39)	57	(14)	10	(10)	8
Others(Local)	(70)	(19)	(36)	251	(28)	79	554	121	514	561	(19)	(2)	143
Mass	29	8	91	73	29	54	51	51	94	91	69	175	86
인천	114	83	60	26	57	47	41	73	40	55	29	22	42
VIP	132	86	63	27	58	51	42	73	46	64	27	19	43
China	95	0	57	13	55	62	44	102	114	87	64	21	75
Japan	132	137	36	29	63	38	39	55	43	65	16	24	35
Others(Local)	175	169	142	44	50	66	43	80	4	43	13	10	32
Mass	45	66	43	20	48	26	34	73	13	18	46	45	35
부산	7	(16)	(17)	(30)	(21)	(23)	(15)	(30)	41	26	33	9	(4)
VIP	4	(20)	(20)	(34)	(25)	(27)	(18)	(37)	42	30	35	4	(5)
China	(4)	(53)	(47)	(50)	(28)	(43)	(32)	(55)	164	65	147	8	(19)
Japan	8	15	17	(5)	(20)	6	18	(6)	(7)	(2)	(13)	(7)	8
Others(Local)	38	14	8	(9)	(31)	(37)	(12)	55	(13)	74	1	40	5
Mass	31	24	16	16	15	10	15	25	36	3	19	37	8

자료: 파라다이스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	668.0	787.6	917.0	1,116.9	1,259.0
매출원가	597.7	709.0	810.3	942.4	1,032.5
매출총이익	70.3	78.6	106.7	174.5	226.5
판관비	100.3	76.2	85.3	92.8	98.0
영업이익	(30.0)	2.4	21.4	81.6	128.6
금융순익	(19.0)	(29.1)	(44.7)	(43.9)	(42.8)
종속/관계기업순이익	(0.0)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	15.4	(15.1)	3.3	4.0	4.9
세전이익	(33.5)	(42.9)	(20.1)	41.8	90.6
법인세	6.3	1.3	4.0	7.9	16.3
계속사업이익	(39.9)	(44.1)	(24.1)	33.9	74.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(39.9)	(44.1)	(24.1)	33.9	74.3
비지배주주지분 순이익	(20.9)	(23.1)	(11.6)	1.7	7.4
지배주주순이익	(19.0)	(21.0)	(12.5)	32.2	66.8
지배주주지분포괄이익	(24.3)	286.5	(23.3)	32.7	71.8
NOPAT	(35.6)	2.5	25.6	66.1	105.4
EBITDA	30.2	74.5	89.4	158.6	214.2
성장성(%)					
매출액증가율	(3.9)	17.9	16.4	21.8	12.7
NOPAT증가율	적전	흑전	924.0	158.2	59.5
EBITDA증가율	(69.2)	146.7	20.0	77.4	35.1
영업이익증가율	적전	흑전	791.7	281.3	57.6
(지배주주)순익증가율	적전	적지	적지	흑전	107.5
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	107.6
수익성(%)					
매출총이익률	10.5	10.0	11.6	15.6	18.0
EBITDA이익률	4.5	9.5	9.7	14.2	17.0
영업이익률	(4.5)	0.3	2.3	7.3	10.2
계속사업이익률	(6.0)	(5.6)	(2.6)	3.0	5.9

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(208)	(231)	(138)	354	735
BPS	11,220	14,277	14,046	14,306	14,760
CFPS	696	1,142	527	1,296	1,931
EBITDAPS	332	819	983	1,744	2,356
SPS	7,346	8,661	10,083	12,282	13,844
DPS	100	100	100	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	47.8	23.0
PBR	2.0	1.3	1.2	1.2	1.1
PCFR	32.0	16.5	32.1	13.0	8.8
EV/EBITDA	96.1	37.8	28.1	14.5	9.8
PSR	3.0	2.2	1.7	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	(1.9)	(1.9)	(1.0)	2.5	5.2
ROA	(0.8)	(0.8)	(0.4)	1.0	2.0
ROIC	(2.2)	0.1	1.1	3.1	5.3
부채비율	88.3	93.8	99.7	106.2	108.7
순부채비율	44.4	46.0	39.9	26.2	12.7
이자보상배율(배)	(1.2)	0.1	0.0	75.3	96.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

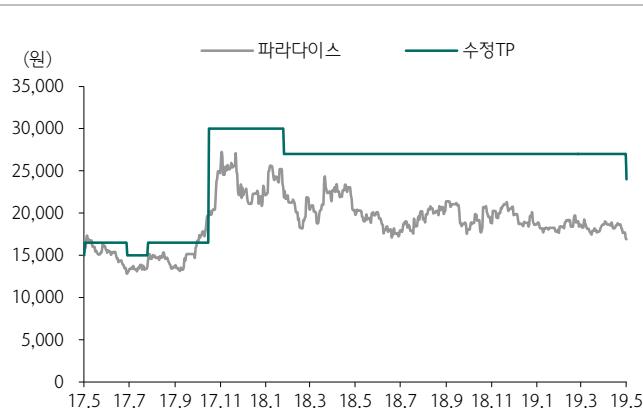
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	344.7	327.5	430.3	659.5	884.0
금융자산	300.1	258.7	350.2	561.9	774.0
현금성자산	172.0	207.1	290.1	488.7	691.4
매출채권 등	18.7	27.5	32.0	39.0	43.9
재고자산	5.4	6.6	7.7	9.4	10.6
기타유동자산	20.5	34.7	40.4	49.2	55.5
비유동자산	2,090.7	2,823.2	2,751.9	2,679.3	2,596.7
투자자산	33.3	23.4	20.1	24.5	27.6
금융자산	33.3	17.2	20.1	24.5	27.6
유형자산	1,624.2	2,262.6	2,202.7	2,132.7	2,053.0
무형자산	289.6	276.2	268.1	261.1	255.1
기타비유동자산	143.6	261.0	261.0	261.0	261.0
자산총계	2,435.3	3,150.8	3,182.2	3,338.7	3,480.7
유동부채	252.6	421.8	452.2	531.6	588.0
금융부채	52.0	108.7	87.8	87.8	87.8
매입채무 등	191.2	299.7	348.9	425.0	479.1
기타유동부채	9.4	13.4	15.5	18.8	21.1
비유동부채	889.4	1,102.9	1,136.5	1,188.3	1,225.2
금융부채	822.0	898.6	898.6	898.6	898.6
기타비유동부채	67.4	204.3	237.9	289.7	326.6
부채총계	1,142.0	1,524.7	1,588.7	1,719.9	1,813.2
지배주주지분	994.2	1,272.2	1,251.2	1,274.8	1,316.1
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
자본조정	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)	(26.1)
기타포괄이익누계액	(1.8)	313.2	313.2	313.2	313.2
이익잉여금	680.1	643.2	622.1	645.8	687.1
비지배주주지분	299.1	353.9	342.3	344.0	351.4
자본총계	1,293.3	1,626.1	1,593.5	1,618.8	1,667.5
순금융부채	573.8	748.6	636.2	424.5	212.4

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4.0	106.4	117.6	223.7	240.1
당기순이익	(39.9)	(44.1)	(24.1)	33.9	74.3
조정	71.0	122.7	68.1	76.1	85.0
감가상각비	60.1	72.1	68.1	77.0	85.7
외환거래손익	(0.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
기타	11.3	50.3	0.0	(0.9)	(0.7)
영업활동 자산부채 변동	(27.1)	27.8	73.6	113.7	80.8
투자활동 현금흐름	(207.5)	(223.7)	(5.2)	(15.5)	(10.5)
투자자산감소(증가)	10.2	11.0	3.3	(4.4)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(339.5)	(270.5)	0.0	0.0	0.0
기타	121.8	35.8	(8.5)	(11.1)	(7.4)
재무활동 현금흐름	193.6	151.3	(29.4)	(9.6)	(26.9)
금융부채증가(감소)	163.8	133.3	(20.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.4	26.5	0.0	(1.1)	(1.3)
배당지급	(25.6)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(25.6)
현금의 증감	(10.3)	35.1	83.0	198.6	202.8
Unlevered CFO	63.3	103.9	47.9	117.9	175.6
Free Cash Flow	(353.3)	(164.6)	117.6	223.7	240.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.5.15	BUY	24,000		
18.2.8	BUY	27,000	-27.67%	-9.81%
17.10.30	BUY	30,000	-21.82%	-9.17%
17.8.9	Neutral	16,500	-8.17%	19.39%
17.7.12	Neutral	15,000	-10.33%	-7.67%
17.5.16	Neutral	16,500	-6.95%	5.15%
17.2.10	Neutral	15,000	-5.64%	3.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.7%	7.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.